

تاریخ دریافت: ۱۳۸۸/۳/۲۴

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۸/۷/۱۲

بررسی اثرات تمرکز مالکیت بر عملکرد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

شهناز مشایخ*
راضیه ماه آورپور**

چکیده

در این مطالعه رابطه بین تمرکز مالکیت و عملکرد در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بررسی شده است. از این رو تعداد ۵۸ شرکت که با توجه به شرایط تحقیق انتخاب گردیدند، طی دوره زمانی ۱۳۸۳ - ۱۳۸۰ مورد بررسی قرار گرفته است. مدل رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش، با استفاده از تلفیق داده‌های مقطعی و زمانی برآزش شده است. در این تحقیق از مدلهای رگرسیون پنل دیتا (داده‌های یک تکه‌ای) برای برآورد ضرایب و تخمین مدل استفاده شده است. در این تحقیق تمرکز مالکیت با استفاده از درصد مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد بررسی قرار گرفته و عملکرد شرکت با دو معیار بازده سهام و EPS سنجیده شده است. نتایج نشان می‌دهد در سطح

*استادیار حسابداری دانشگاه الزهرا

** عضو هیات علمی دانشگاه پیام نور

اطمینان ۹۵ درصد بین تمرکز مالکیت و معیار EPS رابطه معنی داری وجود دارد. به گونه ای که هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال شده و موجب بهبود عملکرد شرکتها می شود و ارتباط بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل موثر بر بازدهی دارد. سپس با بررسی بیشتر این نتیجه بدست آمده که ترکیب مالکیت با معیار EPS نسبت به بازدهی ارتباط قوی تری دارد.

واژه های کلیدی: تمرکز مالکیت، عملکرد شرکت، سهامداران عمده، سهامداران نهادی

مقدمه

هر چند که تعداد شرکت های بزرگ نسبت به کسب و کارهای کوچک و متوسط بسیار کمتر است، ولی از لحاظ حجم داراییها، میزان تولید و فروش و تعداد افرادی که در استخدام این شرکتهاست، تأثیر شرکت های بزرگ بسیار بیشتر از شرکت های کوچک و متوسط می باشد.

بسیاری از اقتصاددانان معتقدند که شرکت های بزرگ کارآمدتر، مؤثرتر و باصرفه ترین نوع بنگاه های اقتصادی اند. چنین ویژگی های بارز شرکت های بزرگ موجب توجه اقتصاددانان به شرکت، حوزه فعالیت و موضوعات مربوط به آن شده است. در کشورهای توسعه یافته اقتصادی تحقیقات زیادی روی مفهوم شرکت متمرکز گردیده و از زوایای مختلفی به شرکت نگاه شده است.

ادبیات نوین مربوط به شرکت سریعاً در حال رشد است. همراه با گسترش پژوهش های مربوط به تعریف و ماهیت شرکت، انبوهی از نظریات مربوط به ارزیابی عملکرد شرکتها شکل گرفته اند. روشهای اندازه گیری عملکرد شرکتها و یافتن راهکارهای کنترل عملکرد آنها که عموماً به انواع مالکیت سهام شرکتها مربوط می شود، مسئله مهمی است که پرداختن به آن امکان توسعه ثروت و درآمد را افزایش می دهد. تأثیر انواع مالکیت بر عملکرد شرکتها که در خارج از کشور ذهن نظریه پردازان اقتصادی را به خود مشغول کرده است، در ایران نیز باید محور بررسیهای بسیار باشد.

از این رو در این تحقیق بر پایه ضرورت های پیش گفته، بررسی خود را به پاسخ دهی به سوالات زیر معطوف می کنیم:

۱- آیا بین ترکیب ساختار مالکیت (سهامداری) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و معیارهای ارزیابی عملکرد رابطه معناداری وجود دارد؟

۲- در صورت وجود رابطه معنادار، کدامیک از معیارها رابطه قوی تری با ساختار مالکیت دارند؟

در ادامه، ابتدا به بیان موضوع و اهمیت و اهداف پژوهش و ارائه مطالبی در مورد نظریه نمایندگی و عملکرد شرکت پرداخته می‌شود. سپس پیشینه تحقیقات انجام شده مرتبط با موضوع تحقیق مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در بخشهای بعدی به تشریح روش اجرای تحقیق، آزمونهای انجام شده و تجزیه و تحلیل نتایج بدست آمده اشاره می‌شود و در پایان نتیجه گیری، محدودیتهای تحقیق و پیشنهادات برای تحقیقات آتی ارائه می‌گردد.

مساله پژوهش

در کشورهای توسعه یافته، تحقیقات زیادی روی مفهوم شرکت، متمرکز و از زوایای مختلفی به شرکت نگاه شده است. گروه بزرگی از نظریه پردازان اقتصاد مالی، به شرکت از زاویه نظریه نمایندگی می‌نگرند و شرکت را کانونی می‌دانند که در آن به طور دائمی بین افرادی که ثروتهای خود را به صورتهای گوناگون (نظیر مواد اولیه، نیروی کار، اعتبارات و نیروی کار مدیریتی) وارد شرکت می‌کنند از یک طرف و سهامداران شرکت از طرف دیگر قرارداد منعقد می‌شود. در نتیجه شرکت را به صورت مجموعه ای پیچیده از قراردادها (صریح و غیر صریح) تعریف می‌کنند که هر یک از طرفین این قراردادها به دنبال به حداکثر رساندن منافع اقتصادی خود می‌باشند. (جنسن^۱ و مکلینگ^۲، ۱۹۷۶)

با توجه به اینکه در شرکتهای سهامی بزرگ، مدیریت و مالکیت از یکدیگر جداست، مدیران اینگونه شرکتهای، نماینده سهامدارانند و وظیفه اصلی آنها تنظیم این قراردادها و نظارت بر اجرای آنهاست. با شکل گیری رابطه نمایندگی، تضاد منافع بین مدیران و سهامداران بالقوه ایجاد می‌گردد که به آن «مسئله نمایندگی»^۳ گفته می‌شود. برای حل این مسئله راهکارهای مختلفی ارائه شده است. با لحاظ کردن این راهکارها می‌توان از شدت مسئله کاست. (شریعت پناهی، ۱۳۸۰)

مشکلات نمایندگی زمانی بوجود می‌آید که مدیران فعالیتهایی مثل حداکثر کردن فروش یا رشد دارایی را دنبال می‌کنند که باعث منفعت آنها می‌شود، در حالیکه ممکن

1- Jensen

2- Meckling

3- Agency problem

است به ضرر سهامدار باشد و ارزش ثروت آن را کاهش دهد. راههای زیادی برای کاهش این مسئله وجود دارد.

کسب حق مالکیت بوسیله مدیران و نظارت بوسیله سهامداران عمده بزرگ، دو راهی است که به شکل بالقوه می تواند مشکلات نمایندگی را کاهش و ارزش موسسه را افزایش دهد.

حق مالکیت اساسی بوسیله مدیران، منافع آنها را با منافع سایر سهامداران هم راستا می کند، به طوریکه مدیریت محرکی برای دنبال کردن فعالیتهای ماکزیم کننده ارزش دارد. وجود سهامداران عمده یا موسسات سهامدار نیز می تواند میزان نظارت را افزایش یا آن را بهبود بخشد و بنابراین به عملکرد بهتر موسسه منجر می شود. (سیفرت^۱ و دیگران، ۲۰۰۵)

تحقیقات برخی محققان نظیر وانگ و چو^۲ (۱۹۹۷)، کلاسنس و دیگران (۱۹۹۸) نشان از رابطه مستقیم بین عملکرد شرکتها و تمرکز مالکیت دارد. در حالیکه تحقیقات دیگری مانند دمستر و لهن (۱۹۸۵) نشان از رابطه ضعیف بین سود و ساختار مالکیت دارد.

تعدادی از مطالعات اثر سهامداران عمده را بر ارزش موسسه مورد مطالعه قرار دادند. نتایج این تحقیقات نظیر تحقیقات مک کونل و سرویز (۱۹۹۰)، مهران (۱۹۹۵)، هلدرنس (۲۰۰۳) نشان از رابطه ضعیف بین درصد مالکیت سهامداران عمده و ارزش موسسات داشت. سیفرت و دیگران (۲۰۰۴) در بررسی نمونه ای از ۴ کشور آمریکا، انگلیس، آلمان و ژاپن الگوی یکسانی میان حق مالکیت و عملکرد آنها ملاحظه نکردند و نتیجه گرفتند اثرات مالکیت سهامداران عمده به قوانین محلی و محیط تجاری بستگی زیادی دارد. در ایران تحقیق شریعت پناهی (۱۳۸۰) نشان از رابطه معکوس بین عملکرد و درصد مالکیت داشت، در حالیکه تحقیقات میدری (۱۳۸۱) و مظلومی (۱۳۸۲) نشان داد تمرکز مالکیت و وجود نهادهای مالک موجب کاهش هزینه های نمایندگی و اثرگذاری مثبت بر عملکرد است.

روش تحقیق

در این تحقیق به منظور بررسی این مسئله که آیا بین ساختار مالکیت و عملکرد

1- Seifert

2- Wang & Xu

شرکت، رابطه و همبستگی وجود دارد یا خیر، و اگر چنین ارتباطی وجود دارد، از چه نوع بوده و میزان آن چقدر است، رابطه میان ساختار مالکیت به عنوان متغیرهای مستقل با عملکرد شرکتهای جامعه آماری با استفاده از روش رگرسیون مورد بررسی قرار گرفت.

جامعه آماری

- جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در دوره ۴ ساله ۱۳۸۰-۱۳۸۳ دارای ویژگیهای زیر بوده‌اند، را در بر می‌گیرد:
- ۱- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.
 - ۲- جزو شرکتهای گروه مالی شامل بانکها، شرکت های سرمایه‌گذاری، هلدینگها و ... نباشند.
 - ۳- در طول دوره ۴ ساله مورد نظر، سهام آنها به شکل فعال در بورس معامله شده باشد.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

از آنجا که هدف این تحقیق، مطالعه میزان هم بستگی و برآورد ضرایب برای متغیرهای مورد بررسی و در نهایت ارائه مدل می‌باشد، برای دستیابی به این هدف، از نمودار پراکنش برای پی بردن به نوع رابطه بین مشاهدات استفاده شده است. با توجه به این نمودار، ارتباط بین متغیرها خطی می‌باشد و به همین دلیل از روش رگرسیون خطی استفاده گردیده است. مدل رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش، با استفاده از تلفیق داده‌های مقطعی و زمانی برازش شده است.

آزمون فرضیه‌ها

در این تحقیق رابطه عملکرد شرکتهای با دو عامل سود هر سهم (EPS) و بازده بررسی شده و هر کدام به صورت جداگانه با مالکیت سهامداران عمده و سهامداران نهادی مورد ارزیابی قرار گرفته است. فرضیه‌های تحقیق و نتایج آزمون آنها به شرح زیر می‌باشد:

فرضیه اول و نتایج آن

فرضیه اول این پژوهش به شرح زیر است:

بین درصد مالکیت سهامداران عمده و سود هر سهم (EPS) رابطه معناداری وجود

دارد.

جدول زیر نتایج آزمون فرضیه اول را با استفاده از آماره F نشان می دهد:

جدول شماره ۱. نتیجه آزمون F فرضیه اول

F	Sig.F
۱۷/۶۰۳۱۸	۰/۰۰۰۰۳۹

مقدار سطح معنی داری F معادل ۰/۰۰۰۰۳۹ کوچکتر از سطح معناداری موردنظر ۵٪ است که حاکی از رد فرض H_0 و معنی داری مدل است. بنابراین. با اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون مربوط به درصد مالکیت سهامداران عمده و سود هر سهم (EPS) معنادار می باشد.

برآورد مدل $EPS_{it} = \alpha_0 + \beta X_{it}$ با استفاده از تحلیل پانلی:

پس از حصول اطمینان نسبت به معنادار بودن مدل، مدل رگرسیون ساده با استفاده از داده های پانلی آزمون شد. نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول زیر است:

جدول شماره ۲. نتیجه آزمون فرضیه اول

R^2	α_0	β_1	t	Sig.t	Durbin-watson stat
۰/۰۷۱	۵۱۶/۶۴	۱۵/۵۹۹	۴/۰۷۲۴ ۷/۰۹۱۸	۰/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۲/۲۱۴

همانگونه که در جدول فوق ملاحظه می شود ضریب تعیین برابر با ۷/۱ درصد می باشد که درصد پایینی است و نشان می دهد که درصد مالکیت سهامداران عمده (PFIVE) تنها ۷/۱٪ از تغییرات سود هر سهم (EPS) را تبیین می کند.

در نهایت مدل رگرسیون به صورت زیر برآزش می شود:

$$EPS_{it} = 516.6471 + 15.59901 (PFIVE)_{it}$$

شیب خط (β_1) مثبت و برابر ۱۵/۵۹۹۰۱ است که نشان می دهد تغییر در سود هر سهم (EPS) همسو با تغییر در درصد مالکیت سهامداران عمده می باشد.

آماره آزمون t که برای تعیین معناداری ضرایب مورد استفاده قرار می‌گیرد، نشان دهنده معنادار بودن ضرایب α_0 و β_1 می‌باشد. سطح معناداری برای آزمون این فرضیه ۰/۰۵ در نظر گرفته شده است.

$$\begin{cases} H_0 : \alpha_0 = 0 \\ H_1 : \alpha_0 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : \beta_1 = 0 \\ H_1 : \beta_1 \neq 0 \end{cases}$$

مقدار آماره دوربین - واتسون برابر ۲/۲۱۴ و نزدیک به ۲ است، بنابراین احتمال وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها (مشکل اساسی در مدل‌های خطی) از بین می‌رود، به عبارت دیگر، باقیمانده‌ها مستقل از یکدیگر هستند.

فرضیه دوم و نتایج آزمون آن

فرضیه دوم تحقیق به شرح زیر است:

بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و سود هر سهم (EPS) رابطه معناداری وجود دارد. در آزمون این فرضیه متغیر وابسته سود هر سهم (EPS) و متغیر مستقل درصد مالکیت سهامداران نهادی (PINST) می‌باشد.

جدول زیر نتایج آزمون فرضیه دوم را با استفاده از آماره F نشان می‌دهد:

جدول شماره ۳. نتیجه آزمون F فرضیه دوم

F	Sig.F
۱۹/۸۱۶۵۶	۰/۰۰۰۰۱۴

مقدار سطح معنی داری F کوچکتر از سطح معناداری موردنظر ۵٪ است که حاکی از رد فرض H_0 و معنی داری مدل است. بنابراین، با اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون مربوط به درصد مالکیت سهامداران نهادی و سود هر سهم (EPS) معنادار می‌باشد.

پس از معنادار بودن، مدل رگرسیون ساده با استفاده از داده‌های پانلی آزمون شد. نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول زیر است:

جدول شماره ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم

R^2	α_0	β_1	t	Sig.t	Durbin-watson stat
۰/۰۸۵۴۸۴	۱۰۵۱/۹۷۱	۱۴/۰۷۴۸۱	۷/۱۱۱۱۴۶ ۴/۵۱۳۰۵۹	۰/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۲/۳۴۴

ضریب تعیین برابر با ۸/۵٪ درصد است که درصد پائینی است و نشان می‌دهد که درصد مالکیت سهامداران نهادی تنها ۸/۵٪ از تغییرات EPS را تفسیر می‌کند. در نتیجه مدل به صورت زیر برآزش می‌شود:

$$EPS_{it} = 1015.971 + 14.07481 (PINST)_{it}$$

در مدل فوق نیز شیب خط (β_1) مثبت و برابر ۱۴/۰۷۴۸۱ می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت تغییر در EPS هم سو با تغییر در درصد مالکیت سهامداران نهادی است. آماره دورین - واتسون نیز برابر با ۲/۳۴۴ است. با توجه به نزدیک بودن آن به عدد ۲، احتمال وجود همبستگی بین باقیمانده‌ها از بین می‌رود و بنابر این باقیمانده‌ها مستقل یکدیگر هستند.

فرضیه سوم و نتایج آزمون آن

فرضیه سوم پژوهش حاضر به شرح زیر است:
بین درصد مالکیت سهامداران عمده و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.
جدول زیر نتایج آزمون فرضیه سوم را با استفاده از آماره F نشان می‌دهد:

جدول شماره ۵. نتیجه آزمون F فرضیه سوم

F	Sig.F
۰/۳۱۲۵۰۹	۰/۵۷۶۶۸۸

مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۳۱۲۵۰۹ بیشتر از سطح معناداری مورد نظر ۵٪ است که حاکی از قبول فرض H_0 و عدم معنی داری مدل است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵٪

بین درصد مالکیت سهامداران عمده و بازده سهام رابطه معنی داری وجود ندارد. آزمون مدل رگرسیون ساده با استفاده از داده های پانلی نیز این نتیجه را تأیید می کند. نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون به شرح جدول زیر است:

جدول شماره ۶. نتایج آزمون فرضیه سوم

R^2	α_0	β_1	t	Sig.t	Durbin-watson stat
۰/۰۰۱۳۵۷	۴۳/۱۲۰۹۱	۰/۱۰۷۶۴۸	۳/۸۵۴۸۱۳ ۰/۶۹۰۵۰۸	۰/۰۰۰ ۰/۴۹۱	۱/۹۴۴

سطح معنی داری t برای عرض از مبدأ (α_0) برابر ۰/۰۰۰ و برای شیب (β_1) برابر با ۰/۴۹۱ است که بیشتر از ۰/۰۵ = α می باشد که در ناحیه قبول فرض H_0 و نشان دهنده عدم معنی داری ضرایب است. ضریب t بدست آمده ۰/۶۹۰۵۰۸ است که در منطقه قبول فرض صفر قرار دارد.

فرضیه چهارم و نتایج آزمون آن

فرضیه چهارم تحقیق به شرح زیر است:
بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. جدول زیر نتایج آزمون فرضیه چهارم را با استفاده از آماره F نشان می دهد:

جدول شماره ۷. آزمون F فرضیه چهارم

F	Sig.F
۵/۲۵۴۴۰۲	۰/۰۲۲۸۷۳

مقدار سطح معنی داری F برابر با ۰/۰۲۲۸۷۳ می باشد که کمتر از ۰/۰۵ است و حاکی از رد فرض صفر و معنی داری مدل است. بنابراین. با اطمینان ۹۵٪ مدل رگرسیون مربوط به درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازده معنادار می باشد. پس از معنادار بودن، مدل رگرسیون ساده با استفاده از داده های پانلی آزمون شد.

جدول شماره ۸. نتایج آزمون فرضیه چهارم

R^2	β_0	β_1	t	Sig.t	Durbin-watson stat
۰/۰۲۴۱۸۵	۳۶/۰۷۱۵۱	۰/۳۷۹۵۲	۳۶/۰۷۱۵۱ ۰/۳۷۹۵۲	۰/۰۰۰ ۰/۰۳۶	۱/۹۶۹

ضریب تعیین معادل ۲/۴٪ است که نشان می دهد تنها ۲/۴٪ از تغییرات بازده توسط مالکیت سهامداران نهادی تبیین می شود. در نهایت مدل به صورت زیر برآزش می شود:

$$RT_{IT} = 36.07151 + 0.37952(PINST)_{it}$$

همانطور که مدل نشان می دهد شیب خط (β_1) مثبت و برابر ۰/۳۷۹۵۲ است، بنابراین تغییر در بازده هم جهت با تغییر در درصد مالکیت سهامداران نهادی است و یک واحد تغییر در درصد مالکیت سهامداران نهادی باعث ۰/۳۷۹۵۲ واحد تغییر بازده می شود.

فرضیه پنجم و نتایج آزمون آن

فرضیه پنجم این تحقیق به شرح زیر می باشد:

اثر ترکیب مالکیت بر سود هر سهم (EPS) و بازده سهام یکسان است.

مقدار ضریب تعیین در بررسی ارتباط درصد مالکیت سهامداران عمده و درصد مالکیت سهامداران نهادی با سود هر سهم (EPS)، $R^2 = ۰/۱۱$ است در حالیکه این آماره برای درصد مالکیت سهامداران عمده و درصد مالکیت سهامداران نهادی با بازده سهام تنها برابر با $R^2 = ۰/۰۲۵$ می باشد. از طرف دیگر سطح معناداری ضرایب نیز در حالت اول کوچکترند، بنابراین می توان گفت ارتباط قوی تری بین دو متغیر مستقل و معیار EPS وجود دارد.

جدول شماره ۹. نتیجه آزمون فرضیه پنجم

RT	EPS	آماره های آزمون
۰/۰۲۵۳۸۴	۰/۱۰۷۴۴۸	R^2
۲/۷۴۷۷۲۷	۱۲/۷۰۰۳۹	F
۰/۰۶۶۳۶۷	۰/۰۰۰۰۰۶	Sig.F
۰/۵۴۰	۰/۰۰۲	Sig.t
۰/۰۵۱	۰/۰۲۱	

ارزیابی و تشریح نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

در مباحث مربوط به نظام راهبری شرکتی دو رویکرد مخالف در مورد تمرکز مالکیت وجود دارد. رویکرد اول، رویکرد فاما و جنسن (۱۹۸۳) می‌باشد که معتقد است افزایش تمرکز موجب کاهش عملکرد می‌شود. از نظر ایشان افزایش تمرکز مالکیت موجب افزایش هزینه سرمایه شرکت می‌شود.

طبق دیدگاه دوم، مالکین عمده از قدرت پیگیری و کنترل مدیران برخوردارند. بنابراین وجود تمرکز در مالکیت شرکت موجب بهبود عملکرد می‌گردد. این دیدگاه را شلیفر و ویشنی (۱۹۹۷) ارائه داده‌اند.

در این تحقیق ابتدا سود هر سهم (EPS) به عنوان نمادی برای عملکرد در نظر گرفته شده و ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد مورد بررسی قرار گرفته است که پس از تحلیل پانلی، با ۹۵٪ اطمینان این نتیجه بدست آمده که بین درصد مالکیت سهامداران عمده و نیز سهامداران نهادی و سود هر سهم (EPS)، از نظر آماری ارتباط معنی داری وجود دارد.

با توجه به اینکه تمرکز مالکیت نهادی جهت تعیین کنترل شرکت و هزینه‌های نمایندگی موثر می‌باشد، دستیابی به نتیجه فوق بدین علت است که در بازارهای سرمایه توسعه نیافته نظیر بازار سرمایه در ایران معمولاً هنجارهای غیر رسمی قوی است، عدم تقارن جدی در اطلاعات قابل مشاهده بوده و بازار به اندازه کافی شفاف نیست. در چنین شرایطی سازوکار بازار نمی‌تواند منابع را به درستی تخصیص دهد. بنابراین پراکنده بودن سهام تحت چنین شرایطی امکان کنترل را به طور کامل از دست مالکین خارج ساخته و هزینه‌های نمایندگی به شدت افزایش می‌یابد. دستیابی به نتیجه فوق نشان دهنده وجود کنترل بیشتر بر عملکرد مدیران و در نهایت عملکرد شرکت است. این امر بیانگر آن است که نهادها بویژه شرکتهای سرمایه‌گذاری، برغم نارسایی‌های فوق، به علت در اختیار داشتن دانش حرفه‌ای و تخصصی بالا در بازارهای مالی، امکان اعمال نظارت و کنترل را دارند. مدیران نیز در حضور مالکین قدرتمند ترجیح می‌دهند برای کسب رضایت ایشان، از بهره برداری و سوء استفاده از شرکت به نفع خود اجتناب کنند.

در این تحقیق ضمن برقرار شدن رابطه بین ساختار مالکیت با عملکرد شرکت این نتیجه حاصل شد که مالکیت متمرکز سرمایه‌گذاران نهادی (مالی) در شرکتهای سهامی عام به بیشینه کردن منافع سهامداران می‌انجامد و پایه‌های مناسبی را برای استقرار نظام راهبری

شرکتی فراهم می آورد.

در بخش دیگری از تحقیق حاضر، بازده سهام به عنوان معیاری برای عملکرد در نظر گرفته شده و سپس ارتباط بین تمرکز مالکیت و عملکرد مورد بررسی قرار گرفته است که پس از تحلیل پانلی، با ۹۵٪ اطمینان این نتیجه حاصل گردیده که بین درصد مالکیت سهامداران عمده و معیار بازدهی رابطه معنی داری وجود ندارد و بین درصد مالکیت سهامداران نهادی و معیار بازدهی رابطه معنی داری وجود دارد.

به علاوه نتایج نشان داد ارتباط ترکیب مالکیت (درصد مالکیت سهامداران عمده و نهادی) با معیار سود هر سهم (EPS) نسبت به بازده سهام قوی تر می باشد، زیرا معیار سود هر سهم (EPS) معیاری درونی است که به میزان زیادی بستگی به شرکت و سیاستهای آن دارد، و سهامداران عمده و نهادی از طریق ایفای نقش کنترلی خود بر مدیریت این شرکتها به ایفای وظیفه نمایندگی توسط مدیران تاثیر می گذارند. اما معیار بازده سهام علاوه بر نقش کنترلی سهامداران عمده، از عرضه و تقاضای بازار نیز تاثیر می پذیرد.

نتیجه گیری

در تحقیق حاضر به بررسی ارتباط تمرکز مالکیت و عملکرد شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. هدف اصلی شناخت عواملی است که بر عملکرد شرکتها تأثیر گذار بوده تا از طریق تقویت این عوامل، در جهت بهبود عملکرد شرکتها، راهکارهای مناسبی ارائه گردد. با توجه به بحث خصوصی سازی در برنامه های دولت جمهوری اسلامی ایران، خصوصاً ابلاغ سیاست های کلی اصل ۴۴ قانون اساسی و عملیاتی شدن آن این تحقیق از اهمیت خاصی برخوردار است.

نتایج تحقیق حاضر نشان داد که بین تمرکز مالکیت و معیار سود هر سهم (EPS) رابطه معنی داری وجود دارد (تأیید فرضیه اصلی اول) و ارتباط بین تمرکز مالکیت و معیار بازدهی بستگی به نوع مالکیت و عوامل موثر بر بازدهی دارد (فرضیه اصلی دوم)، زیرا از یک طرف هر چه مالکان دانش تخصصی بهتری داشته باشند بهتر به ایفای نقش کنترلی خود می پردازند. سپس با بررسی بیشتر این نتیجه بدست آمد که ترکیب مالکیت با معیار سود هر سهم (EPS) نسبت به بازدهی ارتباط قوی تری دارد. بنابراین می توان نتایج تحقیق را به طور خلاصه به شرح زیر بیان کرد:

هر چه تمرکز مالکیت بیشتر باشد، کنترل بیشتری بر مدیران اعمال گردیده و موجب

بهبود عملکرد شرکتها می شود. زیرا به دلیل عدم کارایی بازار، شفافیت اطلاعاتی لازم در بازار بورس تهران وجود ندارد و پراکندگی سهام در این بازار موجب کنترل کمتر توسط مالکین بر مدیران شرکتها می شود. علت وجود چنین رابطه‌ای این است که نظام پاسخ‌گوئی و پاسخ‌خواهی مناسبی در بازار بورس تهران و همچنین بازار نیروی کار مدیریتی وجود ندارد و پرداخت حقوق و مزایا به مدیران مبتنی بر عملکرد نیست.

حال با توجه به برنامه خصوصی سازی دولت جمهوری اسلامی ایران، خطر کاهش کارایی شرکت های دولتی با واگذاری آنها به عموم مردم وجود دارد.

پیشنهادات کاربردی

۱. با توجه به برنامه خصوصی سازی دولت جمهوری اسلامی ایران، لازم است قوانین ومقررات لازم جهت حمایت از مالکان جزء وضع شود و با استقرار نظام پاسخ‌گوئی و پاسخ‌خواهی مناسب و همچنین سیستم مناسب پرداخت حقوق و مزایا به مدیران از کاهش کارایی شرکتها در جهت خصوصی سازی، جلوگیری شود.
۲. برنامه های مشاوره ای و گسترش دانش تخصصی در جهت تصمیم گیری آگاهانه مالکان به طور مستمر اعمال گردد تا در جهت کارایی بازار سهام گام برداشته و کنترل بهتری بر مدیران شرکتها انجام شود.
۳. شفاف سازی اطلاعاتی بهتر و بیشتری در بورس صورت گیرد تا عدم تقارن اطلاعات بین مدیران ومالکان کاهش و کارایی بازار افزایش یابد و تصمیمات به طور آگاهانه اتخاذ گردد.

پیشنهادات برای تحقیقات آتی

۱. با توجه به وجود حباب قیمتی در سالهای ۱۳۸۲ و ۱۳۸۳، پیشنهاد می گردد تحقیق حاضر در دوره زمانی دیگری بدون وجود نوسانات عمده در بورس انجام گیرد و یا معیار بازدهی تفکیک شده و به دو عامل قیمت سهام و سود نقدی تقسیم و تأثیر انواع مالکیت بر روی هر کدام از عوامل مذکور به عنوان معیارهای عملکرد بررسی و با همدیگر مقایسه شود، تا عوامل مورد بررسی به صورت جزئی تر مورد آزمون قرار گیرد.
۲. از جمله شاخصهای تمرکز مالکیت، شاخص هرفیندال است که در تحقیقات متعددی

- مورد استفاده قرار گرفته است که می‌تواند در تحقیقات آتی نیز مورد استفاده قرار گیرد و با شاخصهای مالکیت تحقیق حاضر مورد مقایسه قرار گیرد.
۳. بررسی اثر تمرکز مالکیت بر روی عوامل دیگری چون مدیریت سود، ریسک، تقسیم سود و با استفاده از دیگر شاخصهای عملکرد مالی نظیر ROE و ROA.
۴. بررسی اثر مالکیت سهام مدیریتی و مالکیت سهام خانوادگی بر عملکرد شرکت.
۵. بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد با در نظر گرفتن درونزایی مالکیت و بررسی اینکه آیا عملکرد متقابلاً بر روی نوع مالکیت اثر می‌گذارد یا خیر.
۶. بررسی اثر ساختار مالکیت بر عملکرد به تفکیک صنایع مختلف.

محدودیت‌های تحقیق

در هر تحقیقی معمولاً محدودیتهایی وجود دارد که بعضی از آنها ذاتی و برخی دیگر نیز ناشی از شرایط محیطی و محدودیت زمانی انجام تحقیق می‌باشد. اهم محدودیتهایی به شرح زیر در اجرای این تحقیق وجود داشته و در تفسیر نتایج و تعمیم پذیری آن باید مورد توجه قرار گیرد:

۱. دوره زمانی تحقیق نیز می‌تواند بر نتایج تحقیقات اثرگذار باشد. در صورتی که قلمرو زمانی تحقیق دوره طولانی تری در نظر گرفته می‌شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشت، لیکن در صورتی که سالهای بیشتری جهت انتخاب نمونه در نظر گرفته می‌شد، تعداد شرکت‌های عضو جامعه کاهش می‌یافت که این امر موجب کاهش روایی تحقیق می‌شد و امکان بررسی رابطه مذکور را با محدودیت مواجه می‌ساخت.
۲. تعداد اندک شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران و شرکت‌هایی که توانستیم اطلاعات آنها را به طور کامل بدست آوریم، می‌تواند یکی دیگر از محدودیت‌های احتمالی این تحقیق باشد که امکان تعمیم نتایج بدست آمده را تحت تأثیر قرار می‌دهد.
۳. یکی از محدودیت‌های این تحقیق، عدم امکان دسترسی به اطلاعات دقیق در مورد ترکیب مالکیت شرکتهاست. یادداشتهای همراه صورتهای مالی در برگیرنده ترکیب سهامداران شرکتهاست که این اطلاعات معمولاً سلیقه‌ای و به شکلی ناهماهنگ ارائه می‌شود. سایر سهامداران، یک گروه و عنوان کلی است که اشخاص حقوقی و حقیقی نامتجانس در آن جای گرفته‌اند. شرکتها، صندوق‌های بازنشستگی و اشخاص حقیقی در گروه سایر سهامداران قرار گرفته‌اند که به لحاظ ماهیت و کارکرد بسیار متفاوت

می باشند. در صورت دستیابی به اطلاعات دقیق تر، امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود دارد.

۴. در این تحقیق معیار ۵٪ برای تعیین سهامداران عمده بکار گرفته شد. در صورتی که درصد بالاتر و یا پایین تری در نظر گرفته می شد، امکان دستیابی به نتایج متفاوت وجود دارد.

منابع و مأخذ

۱. شریعت پناهی، سید مجید. (۱۳۸۰). اثر نوع مالکیت بر عملکرد مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری به راهنمایی دکتر حسین عبده تبریزی، دانشکده حسابداری و مدیریت علامه طباطبایی تهران.
۲. مظلومی، نادر. (۱۳۸۲). رابطه عملکرد مدیریتی سرمایه گذاران نهادی با سهم مالکیت این نهادها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه دکتری به راهنمایی دکتر حسین رحمان سرشت، دانشکده حسابداری و مدیریت علامه طباطبایی تهران.
۳. میدری، احمد. (۱۳۸۱). سازگاری انواع حکمرانی شرکتی با اقتصاد ایران، پایان نامه دکتری به راهنمایی دکتر ابوالقاسم مهدوی، دانشکده اقتصاد دانشگاه تهران.
4. Demsetz Harold and Belen Villalonga. (2001). Ownership Structure and Corporate Performance, "*Journal of Corporate Finance*", Vol. 7, pp. 209-233.
5. Han Ki C. and David Y. Suk. (1998). The Effect of Ownership Structure on Firm Performance: Additional Evidence, "*Review of Financial Economics*", Vol. 7, No. 2, pp 143-155.
6. Jensen Michael C. and William H. Meckling. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, "*Journal of Financial Economics*", Vol. 3, No. 4, pp. 305-360.
7. Kirchmaier Thomas and Jeremy Grant. (2005). Corporate Ownership Structure and Performance in Europe.
8. Mi'nguez-Vera Antonio and Juan Francisco Marti'n-Ugedo. (2005). Does Ownership Structure Affect Value? A Panel Data Analysis for the Spanish Market, "*International Review of Financial Analysis*".
9. Seifert Bruce, Halit Gonenc and Jim Wright. (2005). The International Evidence on Performance and Equity Ownership by Insiders Blockholders, and Institutions, "*J. of Multi. Fin. Manag*". Vol. 15, pp. 171-191.
10. Xu Xiaonian and Yan Wang. (1997). Ownership Structure, Corporate Governance and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies, "*Amherst College and The World Bank*".